



Russie

Un hiver rude

L'économie russe a basculé dans la récession au début de l'année malgré l'augmentation des dépenses militaires. Elle devrait s'accroître dans les mois à venir même si les prix du pétrole et le rouble se sont un peu repris et que l'inflation a ralenti. La dégradation du marché du travail va peser sur les revenus, le moral et, in fine, la consommation des ménages. Toutefois, la détérioration des enquêtes est pour l'instant bien moins prononcée qu'en 2009 et la politique budgétaire devrait être moins restrictive qu'annoncé. Avec la baisse des prix des matières premières, la hausse de l'endettement en devises met à mal la solvabilité des entreprises. Les canots de sauvetage existent mais tout le monde ne sera pas sauvé.

■ Une économie de guerre

Les effets conjugués de la chute des prix du pétrole, la dépréciation accélérée du rouble et le resserrement en catastrophe de la politique monétaire au dernier trimestre 2014 ont fait basculer l'économie russe dans la récession au début 2015. Les premières estimations du PIB indiquent un repli de 1,5% sur un an en janvier et la production industrielle affiche un recul de 0,8% en moyenne sur janvier-février, les dépenses militaires ayant artificiellement soutenu l'activité en janvier.

La consommation privée a fini par céder après un dernier sursaut au T4 2014 lorsque les ménages, anticipant une forte dégradation de leur pouvoir d'achat, ont avancé leurs dépenses. En janvier-février, les ventes au détail ont chuté de 6,1% en g.a. et les ventes de voitures se sont effondrées de 31%. Avec l'accélération de l'inflation qui est passée de 8% en g.a en septembre à 16,7% en février, les salaires réels subissent une baisse de près de 10%.

L'investissement a continué de se contracter (-6,4% sur un an en jan-fev). D'après les indices PMI, l'opinion sur les carnets de commande à l'exportation reste déprimée, reflet de l'efficacité des sanctions économiques. La publication des comptes nationaux du T12015 fera bien évidemment apparaître une contribution très positive du commerce extérieur mais qui traduira uniquement la contraction des importations. Seules les dépenses militaires (avec un budget en hausse de 30% cette année) et la production agricole (+3% en g.a sur la période jan-fev) soutiennent encore l'activité.

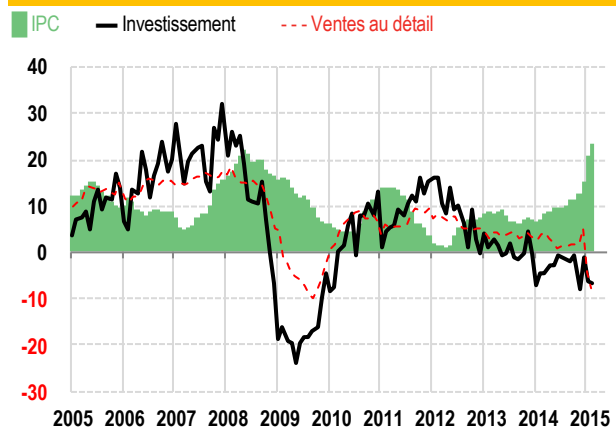
Au total, l'économie russe présente les caractéristiques d'une économie de guerre avec i/ une inflation générée par la dépréciation du change mais aussi par le rationnement (notamment des produits alimentaires), conséquence indirecte des mesures de rétorsion prises par le gouvernement russe envers l'UE ii/ des restrictions budgétaires nécessaires pour financer les dépenses militaires.

■ Soutenir le moral des troupes

La récession devrait s'accroître dans les mois qui viennent même si les prix du pétrole et le rouble se sont un peu repris depuis le début de l'année et que le rythme d'inflation a ralenti

1- Activité et inflation

Glissement annuel %



Source : Rosstat

(à environ 1% en rythme mensuel sur les trois premières semaines de mars contre 3% en moyenne sur dec-fev), autorisant la banque centrale à abaisser son taux principal de refinancement de 17% à 14%, taux qu'elle avait relevé en catastrophe de 650 pb à la mi-décembre.

En effet, la dégradation du marché du travail, dont les effets sont encore à venir, va peser sur les revenus, le moral et, in fine, la consommation des ménages. L'investissement privé devrait continuer de se contracter compte tenu de la situation économique générale et des conditions de financement très restrictives tant en termes de coût (le taux d'intérêt moyen que les banques appliquent aux entreprises sur des prêts en roubles est de 5% en termes réels contre 2,5% en moyenne entre la mi-2012 et la mi-2014 et la prime de CDS à 5 ans sur la Fédération de Russie est supérieure à 400 pb contre 170 pb à la mi-2014) que d'accessibilité (du moins pour les financements extérieurs). D'après les estimations de la banque VTB, les sorties de capitaux - se sont poursuivies sur un rythme supérieur à 10 mds de dollars par mois en moyenne sur jan-fev et les grandes entreprises n'ont plus d'accès au financement en dollar autrement que par l'intermédiaire de la banque centrale ou du ministère des finances.

Toutefois, la dégradation des enquêtes est pour l'instant bien moins prononcée qu'en 2009. La récession pourrait donc être



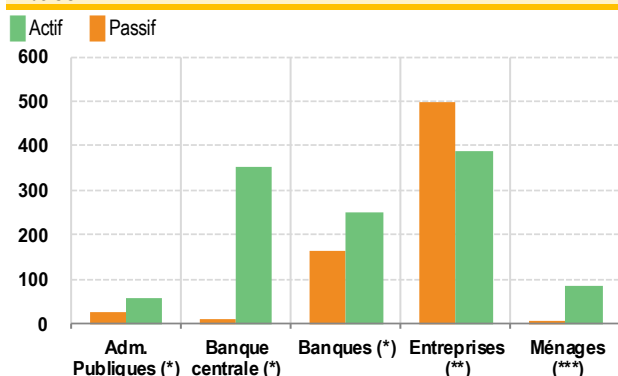
moins violente. Par ailleurs, la politique budgétaire va être plus expansionniste que ce qui était initialement annoncé : le budget révisé pour 2015, prévoit une réduction des dépenses de 11% en termes réels soit une baisse de 0,4 point de PIB (estimations de la Banque Mondiale), les seuls postes sanctuarisés étant les dépenses militaires et certaines dépenses sociales dont notamment la revalorisation des pensions de retraite. Or, début février, tout en ne remettant pas en question l'objectif de réduction des dépenses non prioritaires, le gouvernement a annoncé un plan d'urgence de 1300 Mrds de roubles (1,8% du PIB) dont 450 de transferts (programmes sociaux et transferts aux budgets des régions) et 100 Mrds de soutien de nature sectorielle, les 750 restants étant destinés à la recapitalisation des banques, une ligne de financement pour VEB destinée à soutenir le crédit interne et des garanties publiques pour des projets d'investissement, mesures qui ne donnent pas lieu directement à un surcroît de dépenses publiques. Le gouvernement devrait puiser largement dans le Fonds de Réserve (77 Mrds de dollars au 1^{er} mars soit 4,3% du PIB) pour couvrir le déficit budgétaire prévu à 3,8% du PIB et utiliser le Fonds de Providence (75 Mrds de dollars au 1^{er} mars, fonds créé à l'origine pour couvrir les engagements futurs de l'Etat au titre des retraites) pour la recapitalisation des banques et le soutien financier aux entreprises. En conséquence, nous prévoyons un repli du PIB de 4,5% cette année (à comparer avec -7,8% en 2009)

■ Pare-feu nécessaire pour les entreprises

Les sanctions et l'assèchement des financements internationaux ont conduit de nombreuses entreprises y compris les fleurons de l'industrie pétrolière (Gazprom, Rosneft) à déposer des demandes de financement auprès du ministère des finances, demandes qui s'élèveraient déjà à 37 Mrds de dollars. Pourtant, d'après la banque centrale, à la mi-2014, la situation financière d'un large échantillon de 17 000 entreprises non financières était qualifiée de « satisfaisante bien qu'en dégradation ». Le ratio de levier (dette/capital), restait en moyenne inférieur à 1 (avec évidemment une forte variabilité entre secteurs). Mais pour les seules 60 plus

2- Position de change par secteur (sept 2014¹)

Mrds USD



Sources : Banque Centrale de Russie - BNP Paribas

1/ sauf réserves de change de la Banque Centrale au 20/03/2015

(*) Actif : actifs financiers extérieurs - Passif : dette externe en devises

(**) Actif : actifs financiers extérieurs + dépôts en devises - Passif : dette externe en devises + prêts domestiques en devises (***) Actif : dépôts en devises Passif : prêts domestiques en devises

grandes entreprises, le ratio de la dette financière nette en % de l'excédent brut d'exploitation (ratio bien plus pertinent pour juger la solvabilité) est très élevé pour les entreprises de biens d'équipement et élevé pour celles des secteurs des infrastructures de services publics, de transports et d'extraction/transformation des minerais.

Au niveau macroéconomique, l'endettement total (dette externe + prêts domestiques) des entreprises non bancaires est passé de 270 milliards de dollars fin 2005 (soit 30% du PIB) à 960 milliards en sept 2014 (50% du PIB), une progression qui n'aurait rien d'extravagant si l'économie était diversifiée. Or ce n'est pas le cas et compte tenu de la baisse des prix du pétrole et des métaux déjà constatée, l'endettement en devises devrait atteindre 100% des exportations de biens et services contre 76% en sept 2014. De plus, près de 90% des prêts internationaux (60% de la dette extérieure à moyen et long terme des entreprises hors prêts intragroupes) sont indexés sur le LIBOR. *A priori*, le risque de défauts en chaîne sur la dette extérieure des entreprises est faible car i/ comptablement, les actifs nets en devises de la banque centrale compensent encore largement le passif net en devises des entreprises ii/ une part importante du service de la dette extérieure des entreprises se règle entre entreprises/banques russes. Mais la dépréciation du rouble et la baisse des prix des matières premières vont mettre à mal la solvabilité du secteur industriel. Contrairement au géant de la sidérurgie Metchel au bord de la cessation de paiement mais qui figure sur la liste des entreprises à soutenir prioritairement, tout le monde ne sera pas sauvé.

François Faure

francois.faure@bnpparibas.com

Synthèse des prévisions

Activité (var. annuelles, %)	2014	2015 e	2016 e
PIB	0,6	-4,5	1,5
Consommation	1,3	-8,2	1,8
Formation Brute de Capital Fixe	-4,2	-11,9	-0,5
Exportations nettes (contribution, %)	1,4	5,9	-0,3
Production industrielle (taux annuel)	1,6	-4,1	0,9
Inflation & chômage	2014	2015 e	2016 e
Prix à la consommation (moy. annuelle, %)	7,8	15,2	5,6
Taux de chômage (1) (définition OIT), %	5,2	6,9	7,2
Comptes extérieurs	2014 e	2015 e	2016 e
Balance courante (% du PIB)	2,9	2,8	4,9
Réserves de change (milliards USD)	409	340	370
Finances publiques (% PIB)	2014	2015 e	2016 e
Solde du budget fédéral	-0,4	-2,9	-1,5
Dette publique	13,2	13,6	14,2
Taux de change et d'intérêt	2014	2015 e	2016 e
Taux repo, %	17,0	10,0	7,5
USD / RUB (fin d'année)	61	70	69

e : Estimations, prévisions : BNP Paribas